

6 Le marché primaire explosif pèse sur les performances des marchés du crédit euro

VALENTINE AINOUS, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
SERGIO BERTONCINI, *Stratégie et Recherche Économique – Milan*

L'annonce d'un programme d'assouplissement quantitatif (QE) d'envergure a amplifié la détente des rendements obligataires souverains de la zone euro. Le taux allemand à 10 ans se positionne aujourd'hui autour de 0,16 % soit une baisse de 29 pb depuis l'annonce officielle du QE le 22 janvier. En revanche, les marchés du crédit n'ont pas affiché de tendances fortes depuis cette date. Comment peut-on expliquer ces performances mitigées ? Et, pourquoi restons-nous positifs sur les marchés crédit euro à moyen terme ?

Les marchés du crédit ont sous-performé le crédit souverain depuis l'annonce du QE

Les indices HY et IG ont atteint un plus bas fin février avant de s'écarter à nouveau pour revenir sur les niveaux observés préannonce BCE. La performance négative du crédit en mars s'avère donc décevante tout particulièrement au regard de celle de la dette souveraine. Le Bund 10Y a offert un rendement de 0,16 %.

Cette performance décevante des marchés du crédit peut s'expliquer par :

- **La forte dynamique du marché primaire.** Cet engouement a pesé sur les marchés du cash. Les volumes de nouvelles émissions sur le segment IG totalisent, depuis le début de l'année, 120 Mds € soit un tiers de plus que l'an dernier. Ce regain d'activité est lié notamment à l'arrivée d'émetteurs américains, attirés par les taux d'intérêt exceptionnellement bas. Les entreprises hors zone euro comptent ainsi pour la moitié des fonds levés sur les premiers mois de l'année, un chiffre largement supérieur à celui observé en 2014 (voir graphique). Autre fait marquant : les entreprises privilégient les maturités 10 ans et plus pour se financer. L'augmentation de l'offre explique en partie la sous-performance de la partie longue de la courbe. Le marché primaire est également très actif sur le segment du HY avec une recrudescence des primo émetteurs et des émetteurs notés B ou en dessous.
- **Le niveau historiquement bas des rendements.** Le coût du crédit IG ne dépasse pas 1 % et celui du HY 4 %. Ces taux extrêmement bas limitent le potentiel de resserrement des *spreads*.

Le rythme des nouvelles émissions témoigne de la volonté des entreprises de profiter des taux bas pour se refinancer. Cette tendance devrait se poursuivre en 2015. Nous restons néanmoins positifs sur le marché crédit euro.

Le QE de la BCE va véritablement changer la donne pour les marchés obligataires euro

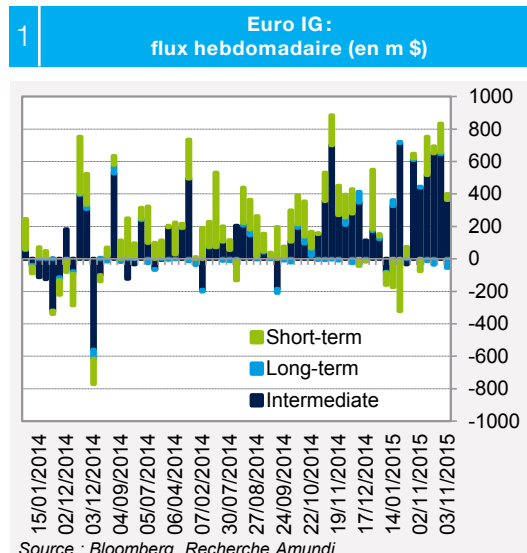
Les achats de la BCE vont maintenir l'appétit pour le crédit face à la faiblesse durable des taux souverains. Nous nous attendons à une compression des *spreads* et des rendements au sein du marché euro. Comme nous l'avons déjà mentionné dans le dernier numéro du Cross Asset, le QE de la BCE va véritablement changer la donne pour les facteurs techniques des marchés obligataires en euro. À elle seule, la demande supplémentaire mensuelle de 60 Mds € pendant 19 mois (soit un total de 1 140 Mds €) constitue déjà un changement radical pour l'équilibre entre l'offre et la demande sur les marchés des obligations en euro. Rappelons que les achats de la BCE vont être réalisés dans un marché dont la taille n'augmente que très lentement. L'expansion du marché souverain euro est freinée par les politiques budgétaires restrictives. À titre d'exemple, l'offre nette de dette souveraine de maturité longue a avoisiné 200 Mds € en 2014, un montant largement inférieur aux 600 Mds € d'achats de dettes souveraines prévus par la BCE. Cette asymétrie affecte les taux souverains : la part des encours de dette offrant un rendement négatif est en forte croissance. Ce phénomène de marché est sans réel précédent en Europe.

L'essentiel

L'annonce d'un programme d'assouplissement quantitatif (QE) d'envergure a amplifié la détente des rendements obligataires souverains de la zone euro. Le taux allemand à 10 ans se positionne aujourd'hui autour de 0,21 % soit une baisse de 23 pb depuis l'annonce officielle du QE le 22 janvier. En revanche, les marchés du crédit ont affiché des performances mitigées.

L'afflux de nouvelles émissions a provoqué une certaine saturation chez les investisseurs. Les volumes d'émissions sur le marché primaire euro IG ont atteint des niveaux records au cours des trois derniers mois. Ce regain d'activité est lié notamment à l'arrivée d'émetteurs américains, attirés par les taux d'intérêt exceptionnellement bas. De plus, le niveau extrêmement bas des rendements limite le potentiel de resserrement des *spreads*.

Nous restons néanmoins positifs sur le marché crédit euro. Le QE de la BCE va véritablement changer la donne pour les marchés obligataires euro. Les achats de la BCE vont maintenir l'appétit pour le crédit face à la faiblesse durable des taux souverains. En outre, les liquidités injectées via ce processus vont certainement entraîner une augmentation de la demande en obligations de la part des investisseurs privés. Il faut insister sur le fait que l'annonce du QE a déjà eu des conséquences importantes sur les flux d'investissement.



En outre, les liquidités injectées via ce processus vont certainement entraîner une augmentation de la demande en obligations de la part des investisseurs privés. Il faut insister sur le fait que **l'annonce du QE a — à elle seule — eu des conséquences importantes sur les flux d'investissement, et entraîné une accélération de la demande des investisseurs en actifs risqués. Au final, le QE s'est donc révélé favorable à la quête de rendement.** Ces flux permettent d'expliquer les performances très positives des classes d'actifs européennes lors des semaines qui ont suivi l'annonce de la BCE. Toutefois, il n'est pas inutile d'examiner en détail les chiffres des flux d'investissement.

Le QE de la BCE dope les flux d'investissement dans le crédit européen

Les graphiques ci-contre, qui s'inspirent des données publiées par l'EPFR, illustrent les flux hebdomadaires vers les fonds et les ETF investis dans les principales classes d'actifs européennes de l'univers des actifs risqués. Concernant les obligations d'entreprise en euro de bonne qualité (catégorie IG), les chiffres relatifs aux flux témoignent d'un rebond de la collecte, notamment des fonds investis en obligations d'échéances intermédiaires. Lors des sept semaines qui ont suivi l'annonce de la BCE, près de 3,3 Mds € ont été investis dans des fonds IG. Le graphique montre la relative régularité de ces flux très soutenus, avec une collecte hebdomadaire moyenne de 470 millions d'euros, contre une moyenne de 95 millions au S1 2014 et de 255 millions d'euros au S2 2014 (le marché a commencé dès le S2 à intégrer une probabilité accrue de voir la BCE lancer son QE, et ce en raison de la communication choisie par la banque centrale).

L'analyse du marché HY européen témoigne d'un rebond encore plus marqué et d'une accélération de la demande envers cette classe d'actifs. Tant les ETF que les fonds ont enregistré des flux positifs et, comme nous le savons, le rôle des investisseurs institutionnels est plus prégnant en Europe qu'aux États-Unis pour ce type de produit. La collecte des ETF s'est révélée plus précoce que celles des fonds lors des premières semaines qui ont suivi l'annonce de la BCE mais les flux entrants des fonds ont fini par accélérer eux aussi lors des semaines suivantes. Malgré la taille bien plus réduite du marché des obligations HY par rapport aux titres IG, les fonds et les ETF investis en titres spéculatifs ont enregistré une collecte supérieure en valeur absolue (4,4 Mds €) lors des sept semaines qui ont suivi l'annonce de Mario Draghi le 22 janvier.

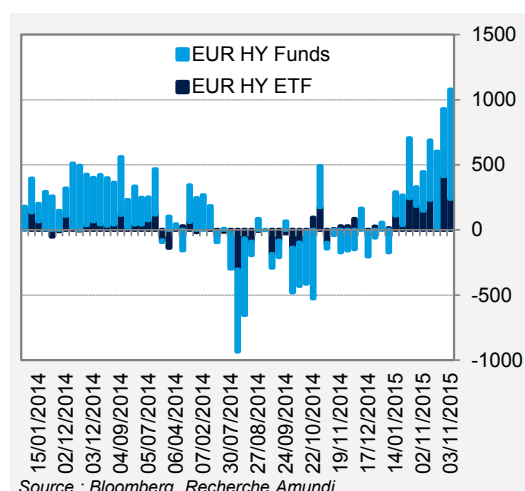
Pour évaluer les flux récents, il est aussi possible de calculer les flux cumulés en proportion des actifs sous gestion : en l'espace de quelques semaines, la décollecte subie au S2 2014 a été complètement effacée, et ces flux entrants représentent 11 % du total des actifs sous gestion. Contrairement aux obligations IG, ces flux très dynamiques vers les véhicules HY ont suivi un second semestre 2014 marqué par un impact plus important de la décollecte que de la collecte. La décollecte du S2 s'explique par les phases de volatilité dues à la montée du risque géopolitique et aux craintes déflationnistes grandissantes, mais elle est aussi liée aux tendances similaires, voire plus prononcées, subies par les investisseurs américains en obligations HY. L'envolée des flux ces dernières semaines semble aussi assez cohérente par rapport aux premiers mois de 2014, phase marquée par une embellie des perspectives de l'économie de la zone euro. En comparant les investissements dans les fonds HY européens et les flux vers les fonds investis en actions européennes, on constate une évolution très similaire, ce qui confirme que l'annonce de la BCE a déjà eu des effets importants sur la demande en actifs risqués du secteur privé. En outre, dans la phase actuelle de reprise économique, malgré sa vigueur modérée, les instruments de crédit et les actions affichent généralement une corrélation encore positive.



La forte activité sur le marché primaire euro est liée à l'arrivée d'émetteurs américains



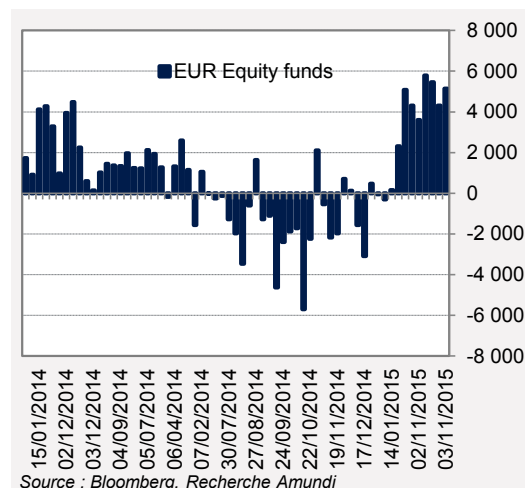
2 Euro HY : le QE de la BCE a entraîné une collecte des fonds et des ETF (en m \$)



Le QE de la BCE dope les flux d'investissement dans le crédit européen



3 Euro IG : volume d'émission net (Mds €)





Amundi Research Center

Top-down
Asset Allocation
Bottom-up
Corporate Bonds
Fixed Income



Foreign Exchange
Money Markets
Equities

Retrouvez l'ensemble de notre expertise sur le site:
research-center.amundi.com

Monetary Policies
Forecasts
Investment Strategies
Quant
Emerging Markets
Sovereign Bonds
Private Equity
Real Estate
High Yield

Publications récentes

Working Papers

- **Option Pricing under Skewness and Kurtosis using a Cornish Fisher Expansion**
SOFIANE ABOURA — Associate Professor – Paris-Dauphine University & DIDIER MAILLARD, Professor – Cnam, Amundi Senior Advisor
- **Modelling Tail Risk in a Continuous Space**
DIDIER MAILLARD, Professor – Cnam, Amundi Senior Advisor
- **Portfolio Capital Flows: A Simple Coincident Indicator for Emerging Markets**
JULIEN MOUSSAVI — Strategy and Economic Research – Paris

Discussion Papers Series

- **Actifs alternatifs dans une allocation: pourquoi, comment, combien ?**
SYLVIE DE LAGUICHE — Recherche Quantitative – Paris, ÉRIC TAZE BERNARD — Responsable du Conseil en Allocations d'Actifs – Paris
- **Le cycle court de l'investissement: feuille de route**
ÉRIC MIJOT — Stratégie et Recherche Économique
- **Gérer l'incertitude avec le concept DAMS (Diversification Across Macroeconomic Scenarios): de la segmentation des actifs à la gestion de portefeuille**
SIMONE FACCHINATO — Gestion d'actifs – Milan, GIANNI POLA — Recherche Quantitative – Paris
- **L'immobilier physique dans l'allocation d'actifs à long terme: le cas de la France**
CÉCILE BLANCHARD — Recherche Immobilier, SYLVIE DE LAGUICHE, ALESSANDRO RUSSO — Recherche Quantitative – Paris

Spécial Focus

- **ECB: An impressive QE**
PHILIPPE ITHURBIDE — Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris, TRISTAN PERRIER — Stratégie et Recherche Économique – Paris
- **Asset allocation in a context of falling oil prices: the case of institutions in commodity-exporting countries**
GIANNI POLA — Recherche Quantitative – Milan, ERIC TAZÉ BERNARD, Responsable du Conseil en Allocation d'Actifs – Paris
- **Pre ECB Committee commentary ECB's QE. Which QE ?**
PHILIPPE ITHURBIDE — Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Correspondants

Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE
Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Rédacteurs en chef adjoints

– DIDIER BOROWSKI – Paris, RICHARD BUTLER – Paris, ÉRIC MIJOT – Paris,
SHIZUKO OHMI – Tokyo, STÉPHANE TAILLEPIED – Paris

Support

– PIA BERGER
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris
– BENOIT PONCET
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

AVERTISSEMENT

Directeur de la publication: Pascal Blanqué
Rédacteur en chef: Philippe Ithurbide

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com

Amundi, Société anonyme au capital de 596262615 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo: Thinkstock by Getty Images